

2021 年 3 月 3 日

利率

固定收益研究组

陈健恒

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511030011
SFC CE Ref: BBM220
chenjh@cicc.com.cn

再融资地方债新变化剖析

摘要：

1. 新一批再融资债与以往有何不同？

2020 年 12 月以来，再融资债的资金用途和信息披露悄然变化。2018 年-2020 年 11 月发行的再融资债券资金用途往往为“偿还到期地方政府债券”，但从 2020 年 12 月起，新发行的多数再融资债资金用途转变为“偿还存量（政府）债务”。第二个变化在于再融资债券的信息披露上。此前发行再融资债会公开到期债券的名称、代码、发行规模、到期本金规模等信息。12 月募资用途发生变化的再融资债中，没有披露所偿还的债务的信息。

资金用途中的“存量政府债务”可能包含非债券形式的存量政府债务，还可能包含存量隐性债务。举例而言，从天津市的再融资债的信评报告可以看到，12 月 28 日天津市发行 153 亿元再融资债用于偿还存量政府债务的，但截至 2019 年末，天津市非债券形式的政府债务仅有 2.54 亿元，远低于发行的再融资债券的体量。而且天津市这期再融资债没有披露具体的待偿还债券的信息，因此大概率不是用于偿还政府债券。那么可推测出一种可能性，这多出来 150 亿再融资债有部分资金可能用于置换隐性债务。

传统的再融资债发行不会增加地方政府债务余额，但新一批再融资债则可能增加地方政府债务余额。用途仅为“偿还地方政府债券本金”的再融资债，不会增加地方政府债务余额。但用于“偿还政府存量债务”的再融资债，如果部分资金的用途是用于化解隐性债务，则会增加地方政府债务余额。

2020 年再融资债发行额超过年初规定的上限，但未突破地方政府债务限额。2020 年全国地方政府再融资债券发行规模上限为 18359 亿元，2020 年全年实际发行再融资债 18913 亿元，超出全年限额 554 亿元。但从地方政府债务限额的角度来看，新发行的再融资债，即使假设全部会增加在地方政府债务余额中，仍没有突破地方政府债务限额。

2. 建制县隐性债务试点范围扩大

2020 年以来建制县隐性债务试点范围有所扩大，地方债置换隐性债务的试点资格也从建制县扩展到了建制区。除 2019 年纳入首批试点的 6 个省份之外，2020 年 12 月以来，公开披露的已有 15 个县区被纳入国家建制县隐性债务风险化解试点，从 12 月以来新披露的信息来看，新增了 6 个市辖区试点，建制区也可以成为政府债券置换隐性债务的试点。

我们预计 2020 年 12 月以来发行的计划外再融资债有一部分用于建制县/区化解隐性债务。结合 12 月以来再融资债发生的变化，我们可以推测其他省份首批用于建制县/区化债的政府债可能也是在 12 月发行。因此，12 月发行的地方债大概率包含专门用于建制县/区化解存量债务。但我们预计再融资债券与隐性债务置换并非完全对应。

3. 计划外再融资债发行回顾

2020 年 12 月至 2021 年 2 月末，计划外再融资债的发行量合计为 5129 亿元，其中 12 月、1 月和 2 月各发行 949 亿元、3623 亿元和 571 亿元。分区域来看，共由 24 个省/直辖市发行了计划外再融资债，有 7 个省/直辖市尚未发行计划外再融资债。其中规模超过 400 亿的有 3 个省/自治区，分别为江苏 472 亿、新疆（含生产建设兵团）443 亿、辽宁 418 亿，此外四川和福建的发行规模在 300 亿元以上，贵州、山东、重庆和浙江的发行量在 250 亿元以上；多数经济落后省份的计划外再融资债发行量较小，例如青海、吉林、宁夏和甘肃的发行量均在 75 亿以下。

我们预计这批计划外再融资债的体量不大，主要集中在年末和年初发行，发行或已告一段落，后续地方债发行将以新增债和传统再融资债为主。从实际发行情况来看，1-2 月发行的地方债全部为计划外再融资债，但进入 3 月后，根据目前已披露的地方债发行计划，山东债已回归传统的再融资债，资金用途为“偿还到期的以前年度发行的政府债券本金”；加之两会即将召开，今年的新增地方债额度将很快下达，因此我们预计后续将主要发行新增债和传统再融资债，

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

全年额度下达也意味着月度发行量将会抬升，计划外再融资债的发行或已告一段落，即使 3 月后续继续发行，我们预计发行量也很小，在 1000 亿元以内。

如果后续地方政府债务压力上升，我们预计这种再融资债券有可能会重新发行。若我们测算一个未来可能的发行空间，可根据目前限额和余额之间的差额来估测一个理论上的发行上限。截至 2020 年末，全国的地方政府债务限额减余额的差额为 3.15 万亿，其中一般债务限额减余额的差额为 1.55 万亿，专项债务限额减余额的差额为 1.6 万亿。这意味着未来计划外再融资债理论上的发行上限为 3.15 万亿，其中一般债上限为 1.55 万亿，专项债上限为 1.6 万亿。分省份来看，经济发达地区的债务“限额-余额”的空间较大，例如北京、上海、广东、江苏的债务限额与余额之差均位列前 5；此外河南、河北、辽宁、山东等地的空间也较大，限额与余额的差额均在 1300 亿以上。落后省份的债务“限额-余额”的空间较小。

4. 2020 年地方债发行总结和 2021 年展望

2020 年地方债发行回顾：（1）地方债额度大增，发行放量，但全年无置换债发行。发行节奏上，2020 年地方债月度发行量波动较大，5/8/9 月为供给高峰。（2）期限结构上：明显拉长久期，超长债占比大幅上升，2020 年发行的 15 年及以上的地方债发行量高达 2.95 万亿元，占比高达 45.8%，较 2019 年的 18.6% 高出 27 个百分点。（3）资金投向：专项债投向基建的比例大幅提升，用作资本金的规模增加。专项债类型上，2020 年新设立了支持中小银行发展专项债和老旧小区改造专项债。（4）一级发行情况：发行利差基本维持在 20-35bp 之间，从而一级招标倍数来看，超长端和中长端需求最为旺盛。（5）区域分布：额度仍主要集中在发达地区，但向欠发达地区有所倾斜。（6）持有者结构：仍以商业银行为主，保险机构持仓占比提升。

2021 年地方债发行展望：净增量与去年接近，但期限结构有望缩短。假设 2021 年地方赤字规模为 1.05 亿，可大致认为新增一般债约为 1.05 亿。新增专项债方面，我们预计今年地方专项债可能不会比去年少太多，假设专项债新增额度在 3.6 万亿元左右。那么预计新增地方债整体额度约为 4.65 万亿附近。置换债方面，截止 2020 年末非政府债券形式存量政府债务 1751 亿元，置换债发行量可能在 0-1751 亿元之间。再融资债方面，近三年再融资债发行量约占到年度到期量的 79%-86%，考虑到今年额外发行了计划外再融资债，今年续发的比例可能更高，如果按照 90% 的比例，2021 年再融资债发行量可能会达到 2.4 万亿左右。可大体估算 2021 年地方债的整体发行量，新增债 46500+置换债 1751 再融资债 24000=发行总量 7.2 万亿。扣除到期的 2.67 万亿，净增量在 4.5 万亿左右，与 2020 年接近。

目录

一、新一批再融资债与以往有何不同？	4
二、建制县隐性债务置换试点范围有所扩大	7
三、计划外再融资债的发行情况和发行展望	9
1. 发行规模和分省发行情况	9
2. 发行展望：体量有限，主要集中在去年末和今年初发行	10
3. 未来发行空间：限额-余额的空间或将决定理论上的发行上限	11
四、2020 年地方债发行回顾与 2021 年发行展望	13
1. 2020 年地方债发行回顾	13
(1) 发行放量，月度波动较大，全年无置换债发行	13
(2) 期限结构上：拉长久期，超长债占比大幅上升	13
(3) 资金投向：专项债投向基建的比例大幅提升，用作资本金的规模增加	14
(4) 一级发行情况：发行利差基本维持在 20-35bp 之间，超长端和中长端需求最为旺盛	15
(5) 区域分布：额度仍主要集中在发达地区，但向欠发达地区有所倾斜	16
(6) 持有者结构：仍以商业银行为主，保险持仓占比提升	19
2. 2021 年地方债发行展望：净增量与去年接近，但期限结构有望缩短	19

一、新一批再融资债与以往有何不同？

2020年12月以来，再融资债的资金用途和信息披露悄然变化。2020年12月，共有9个省份的22支再融资地方债的用途表述出现变化，历史上发行的再融资债券资金用途往往为“偿还到期地方政府债券”，但从2020年12月起，新发行的再融资债资金用途开始转变为“偿还存量（政府）债务”。第二个变化在于再融资债券的信息披露上。此前发行再融资债会公开原债券的代码、名称、发行规模、到期本金规模等信息。12月发行的资金用途发生变化的再融资债中，没有披露所偿还的债务的信息。2021年1月-2月发行的45支地方政府债全部为再融资债券，资金用途均为“偿还存量（政府）债务”，也均未披露所偿还债务的信息。

本次再融资债募资用途的变化起始于12月4日的江苏债。从11月以来的再融资债信息披露文件来看，最早出现变化的是12月4日发行的江苏债，其用途为“偿还纳入政府债务管理的存量债务本金”，未披露所偿还的存量债务具体信息。12月下旬，资金用途改变的再融资债密集发行。除12月23日发行的7.3亿元¹山西省再融资债外，此后8个省份（广西、甘肃、宁夏、山东、天津、河北、贵州）发行的再融资债资金用途均为“偿还存量（政府）债务”。

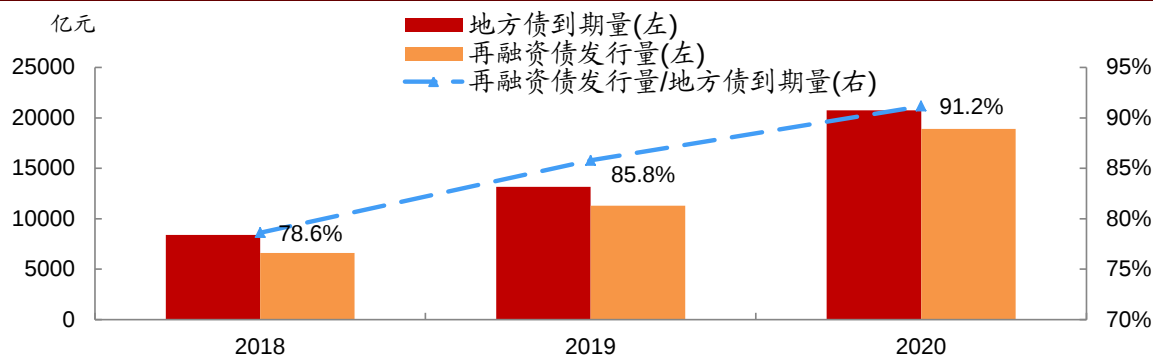
在细节层面，值得关注的是，12月以来发行的新一批再融资债的资金用途和信息披露与此前的官方文件存在细微的差别，需关注未来的相关政策说明。一方面，资金用途与2018年的官方信息有出入。2018年5月财政部发布的《2018年4月地方政府债券发行和债务余额情况》中指出，“再融资债券用于偿还部分到期地方政府债券本金”，明确再融资债券偿还的对象为地方政府债券本金。另一方面，与地方债的信息公开办法有出入。财政部2018年12月下发《地方政府债务信息公开办法》（财预209号），其中第九条规定，“省级财政部门应当在再融资债券发行前，提前5个以上工作日公开再融资债券发行规模以及原债券名称、代码、发行规模、到期本金规模等信息。”而12月以来的这批再融资债未进行这些披露。但目前财政部尚未就相关问题作出公开的说明，不排除未来出台相关说明的可能性。

图表1：2020年12月发行的再融资债资金用途有所变化

债券类型	募集资金用途的描述
置换债	用于偿还符合条件的政府债务，不得用于偿还应由企事业单位等自身收益偿还的债务
	用于偿还符合条件的政府债务
	用于偿还经清理甄别后确定的地方政府债务本金
传统的再融资债	用于偿还到期的债券本金
2020年12月以来发行的再融资债	用于偿还纳入政府债务管理的存量债务本金
	用于偿还存量（政府）债务

资料来源：Wind，中金公司研究部

图表2：2020年再融资债发行量在到期量中的占比明显上升



资料来源：财政部，中金公司研究部

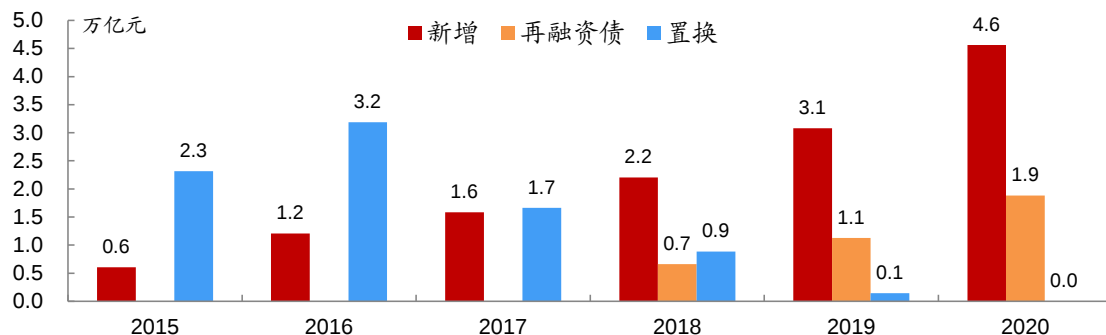
¹ 全文中涉及的币种均为人民币，单位均为亿元。

图表 3：资金用途发生变化的再融资债的发行情况

省/市	发行日	发行规模	其中：一般债	其中：专项债	募集资金用途
江苏	2020/12/4	150	0	150	偿还纳入政府债务管理的存量债务本金
广西	2020/12/25	30	17	13	偿还存量债务
甘肃	2020/12/28	24	13	11	偿还存量政府债务
宁夏	2020/12/28	55	30	25	偿还存量债务
山东	2020/12/28	94	61	33	偿还存量政府债务
天津	2020/12/28	153	100	53	偿还存量债务
河北	2020/12/29	180	99	81	偿还存量政府债务
贵州	2020/12/30	131	54	77	偿还存量债务
山西	2020/12/30	133	74	59	偿还存量债务
12月合计		949	448	501	
大连	2021/1/8	225	124	101	偿还存量政府债务
内蒙古	2021/1/13	188	104	84	偿还存量债务
新疆	2021/1/14	95	53	42	偿还存量债务
四川	2021/1/15	339	187	152	偿还存量债务
江苏	2021/1/15	322	178	144	偿还存量债务
福建	2021/1/26	302	167	135	偿还存量债务
重庆	2021/1/29	276	276	0	偿还存量债务
陕西	2021/1/19	248	137	111	偿还存量债务
安徽	2021/1/28	221	122	99	偿还存量债务
北京	2021/1/27	200	111	89	偿还存量债务
山东	2021/1/26	195	100	95	偿还存量债务
辽宁（不含大连）	2021/1/19	193	101	92	偿还存量债务
贵州	2021/1/27	164	111	53	偿还存量债务
浙江（不含宁波）	2021/1/22	160	88	72	偿还存量债务
湖南	2021/1/22	147	84	63	偿还存量债务
宁波	2021/1/22	112	62	50	偿还存量债务
云南	2021/1/25	97	57	43	偿还存量债务
青海	2021/1/25	71	39	32	偿还存量债务
吉林	2021/1/20	68	38	30	偿还存量债务本金
1月合计		3623	2139	1487	
河南债	2021/2/5	209	103	106	偿还存量债务
兵团债	2021/2/8	348	192	156	偿还存量债务
2月合计		557	295	262	
2020/12-2021/02合计		5129	2882	2250	

资料来源：中共中央办公厅、国务院，中金公司研究部

图表 4：2020 年再融资债的发行量明显上升



资料来源：财政部，中金公司研究部

再融资债资金用途中的“存量政府债务”可能包含非债券形式的存量政府债务。举例来看，根据 12 月 28 日甘肃省发行的再融资债的信息披露文件，从资金用途来看，甘肃省这笔再融资债共发行 46.7 亿元，其中 22.7 亿元明确用于偿还到期政府债券本金，剩余的 24 亿元则用于偿还政府存量债务。而在信息披露文件中使用“政府存量债务”而非“政策债券本金”存在本质上的差别。目前地方政府存量债务分两类：1）公开发行的政府债券（可分为一般债和专项债，从资金用途可分为新增债、置换债、再融资债）；2）2014 年审计署甄别后确认的一类债务，纳入预算管理后形成非债券形式的地方政府债务，以及被转为一类债务的二、三类债务。根据这批再融资债和以往再融资债信息披露文件的措辞的不同，我们可以推测：若再融资债的偿还对象包括政府债券本金，则会披露到期债券信息；若没有披露相关的政府债券信息，则再融资债可能用于偿还非债券形式的存量政府债务。

再融资债券资金用途范围扩大，不排除用来置换隐性债务的可能性。根据财政部数据，截至 2020 年 11 月末，地方政府非债券形式存量债务的总规模为 1915 亿元，但 12 月至 2 月发行的资金用途为“偿还存量债务”的再融资债发行量高达 5129 亿元，远高于非债券形式的存量政府债务，因此若这部分再融资债不是完全用于偿还政府债券，那么可以推测有部分可能用于偿还隐性债务。举例而言，从天津市的再融资债的信评报告可以看到，12 月 28 日天津市发行 153 亿元再融资债用于偿还存量政府债务的，但截至 2019 年末，天津市非债券形式的政府债务仅有 2.54 亿元，远低于发行的再融资债券的体量。而且天津市这期再融资债没有披露具体的待偿还债券的信息，因此大概率不是用于偿还政府债券。那么可推测出一种可能性，这多出来 150 亿再融资债有部分资金可能用于置换隐性债务。这个新变化有助于规范化地方债隐性债务置换流程。

值得注意的是，发行传统的再融资债不会增加地方政府债务余额，但新一批再融资债则可能增加地方政府债务余额。用途为“偿还地方政府债券本金”的再融资债，和到期债券存在一一对应关系，不会增加地方政府债务余额；若用于置换非债券形式的政府债务，则与以往的置换债很类似，也不会增加地方政府债务余额；但如果部分资金的用途是用于化解隐性债务，则会增加地方政府债务余额。

2020 年再融资债发行额超越了年初规定的上限，但未突破地方政府债务限额。根据财政部发布的《2020 年 4 月地方政府债券发行情况》，2020 年全国地方政府再融资债券发行规模上限为 18359 亿元，其中一般债 13300 亿元，专项债 5059 亿元。截至 2020 年 12 月末，全年发行再融资债 18913 亿元，较 4 月披露的全年限额高出 554 亿元。但从地方政府债务限额的角度来看，即使假设新发行的再融资债金额，全部增加在地方政府债务余额中，仍不会突破地方政府债务限额。每年两会都会确定地方政府债务的一个全年限额，具体指“债券形式债务+非债券形式债务”的年末余额的最大值，并非特指地方政府债券。人大对地方政府债务的约束仅在于总量的层面，只要年末时点全国地方政府债务的余额不超过当年限额即可。根据上文分析，这批计划外再融资债有可能部分用于隐性债务，即将目前预算外的隐性债务通过发行债券置换纳入到预算内，从而增加预算内政府债务余额。根据我们的统计，囊括了各个省份的待发再融资债后，各省的地方政府债务余额均不会突破各省限额。因此，这一次通过发行再融资债化解隐性债务只会导致再融资债这一细分类别超过年初规定的上限，但不会引起整体的地方政府债务余额突破限额。

图表 5：2020 年以来的地方债相关政策

文件或会议名称	发生时间	发布主体	主要内容
国务院决定	2020.2.11	财政部	提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 8480 亿元，其中一般债务限额 5580 亿元、专项债务限额 2900 亿元。加上此前提前下达的专项债务 1 万亿元，共提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 18480 亿元。
国务院新闻发布会	2020.2.24	财政部	扩大地方政府专项债券发行规模，按照资金跟着项目走的原则，指导地方做好项目储备和前期准备工作，尽快形成有效的投资。
中共中央政治局会议	2020.3.27	政治局会议	努力完成全年经济社会发展目标任务，确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务。研究一揽子宏观政策措施，积极的财政政策要更加积极有为，适当提高财政赤字率，增加地方政府债券规模，发行特别国债。
国务院常务会议	2020.3.31	国常会	进一步增加地方政府专项债规模，在前期已下达一部分今年专项债限额的基础上，抓紧按程序再提前下达一定规模的专项债，按照“资金跟着项目走”原则，对重点项目多、风险水平低的地区给予倾斜。各地要抓紧发行，力争二季度发行完毕。
国新办新闻发布会	2020.4.3	财政部	对今年新增专项债券，适当提高用于符合条件的重大项目资本金的比例，进一步带动社会资本加大投入；再提前下达一定规模的地方政府专项债券后，可以尽快落实到项目上，预计能够今年早形成实物工作量，发挥对经济的有效拉动作用。
国务院常务会议	2020.4.14	国常会	按程序提前下达今年地方政府专项债额度 1.29 万亿元；下一步，要在扩大实施前期有效政策基础上，多措并举加大积极财政政策实施力度，并抓紧按程序再提前下达一定规模的地方政府专项债。
中共中央政治局会议	2020.4.17	政治局会议	积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。
全国人大会议	2020.5.22	国务院	赤字目标拟按 3.6% 以上安排，发行一万亿抗疫特别国债。2020 年地方政府一般债发行 9800 亿元，专项债券发行 3.75 亿元。
国务院常务会议	2020.7.1	国常会	着眼增强金融服务中小微企业能力，允许地方政府专项债合理支持中小银行补充资本金；通过《保障中小企业款项支付条例（草案）》，维护其合法权益。
关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知	2020.7.29	财政部	专项债券有序稳妥发行，力争在 10 月底前发行完毕；坚持专项债券必须用于有一定收益的公益性项目，融资规模与项目收益相平衡。重点用于国务院常务会议确定的交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施等七大领域。积极支持“两新一重”、公共卫生设施建设中符合条件的项目，可根据需要及时用于加强防灾减灾建设。
国务院常务会议	2020.8.3	国务院	预算法修订内容进一步加强地方政府债务管理，防范债务风险。规定有利于建立防范的地方政府举债融资机制，进一步加强地方政府债务管理，加强各方面对地方政府债务的监督，切实防范和化解债务风险。
关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见	2020.11.11	财政部	鼓励具备条件的地区参考地方债收益率曲线合理设定投标区间，不断提升地方债发行市场化水平，杜绝行政干预和窗口指导，促进地方债发行利率合理反应地区差异和项目差异。

资料来源：中共中央办公厅、国务院，中金公司研究部

二、建制县隐性债务置换试点范围有所扩大

根据前文分析，再结合 2019 年的地方债试点建制县置换隐性债务来看，地方债置换隐性债务的形式可能在突破。2020 年以来，各地均在积极上报申请纳入建制县试点置换，建制县隐性债务置换试点范围有所扩大。中央的统筹设计与地方债发行细微操作层面的对应相结合，整体防范化解隐性债务风险的态度在进一步压实。

2019 年 12 月 24 日，21 世纪经济报道：在 2019 年化解隐性债务的实践中，监管部门推出债券置换隐性债务的试点方案。（1）地方政府向监管部门上报方案，批准后即可纳入试点，纳入试点后可发行地方政府债券（省代发）置换部分隐性债务。（2）置换完成后，城投公司的该笔隐性债务在债务系统中作还本处理。与此同时，需将相对应的地方政府债券做置换债券新增处理，债权人作为城投公司所属的同级财政部门。（3）纳入试点的主要是贵州、云南、湖南、甘肃、内蒙古、辽宁六省（自治区）的部分县市。

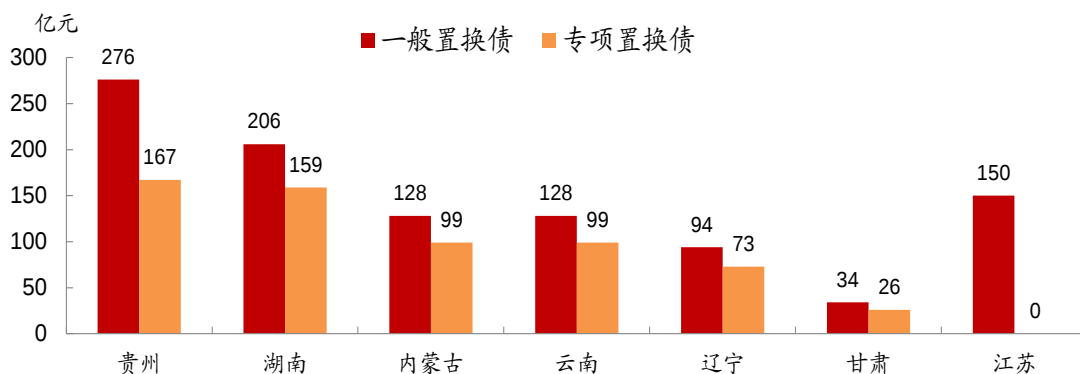
地方债的发行和审批是方案逐层上报，限额逐级下发。地方政府债的发行前一年、下一年所需的一般债和专项债额度由市县财政向省级上报，省级财政部门向财政部上报，财政部在全国人大批准的限额内，选取影响政府债务规模的客观因素，根据各地区债务风险、财力状况等，并统筹考虑中央确定的重大项目支出、地方融资需求等情况，财政实力强、举债空间大、债务风险低、债务管理绩效好的地区多安排，财政实力弱、举债空间小、债务风险高、债务管理绩效差的地区少安排或不安排。限额逐级下发，方案和材料审核通过后由国库司组织通过债券市场发行。从部分省份披露的信息来看，若要申请成为建制县隐性债务化解试点，首先需要省内筛选上报的建制县，然后再报送至财政部答辩，答辩通过后方能成功进入试点。在此期间，发起申报的地方政府需制定出财政部认可的隐性债务化解方案。

建制县隐性债务置换试点有利于防范尾部风险，但此前规模较小。2019 年首批纳入的建制县试点普遍财力较弱，债务率较高。地方债试点置换隐性债务对于债务较重的建制县来说，可利用地方债来缓释流动性压力。但建制县试点化债整体规模不大，2019 年有 7 个省份（6 个建制县试点置换的省份，外加江苏省）发行了地方债用于置换存量政府债务，这里的存量政府债务就涉及到隐性债务，7 个省份合计仅发行了 1639 亿置换债。

2020 年以来建制县隐性债务试点范围有所扩大，地方债置换隐性债务的试点资格或从建制县扩展到了建制区。除 2019 年纳入首批试点的 6 省之外，2020 年以来其他地方政府也在积极上报申请纳入建制县隐性债务化解试点，试点范围有所扩大。2020 年 12 月以来，公开披露的已有 15 个县区被纳入国家建制县隐性债务风险化解试点，其中包括湖南 4 个，云南 4 个，河南、浙江、安徽、青海、陕西、四川、广西各有 1 个。从 12 月以来新披露的信息来看，新增了 7 个市辖区试点，例如雨安区是马鞍山市的市辖区，鹿城区是温州市的市辖区，此前的方案要求试点仅可以是“建制县”，而雨安区、鹿城区等市辖区的入选反映目前的政策对行政区划性质的要求可能进行了放松，建制区也可以申请成为地方债置换隐性债务的试点。

我们预计 12 月以来发行的计划外再融资债有一部分用于建制县/区化解隐性债务。结合 12 月以来再融资债发生的变化，我们可推测其他省份首批用于建制县/区化债的政府债可能也是在 12 月发行。因此，12 月发行的再融资债大概率有部分专门用于建制县/区化解存量债务。但我们预计再融资债券与隐性债务置换并非完全对应，可能只有部分再融资债的募集资金可用来置换隐性债务。以 2021 年 1 月-2 月发行的再融资债为例，45 支再融资债涉及 21 个省/计划单列市，其中包括北京、江苏、浙江等经济发达地区，囊括了未纳入建制县/区试点的多个省市，因此我们预计这一批再融资债仅有部分资金置换隐性债务，而非全部用于置换隐性债务。

图表 6：2019 年共 7 个省份发行置换债券用于置换存量政府债务



资料来源：Wind，中债登，中金公司研究部。

图表 7：2020 年 12 月以来入选建制县试点的区县名单

省	市	县/区	公布时间	相关表述
河南	许昌市	魏都区	2020/12/23	该区紧紧抓住财政部在建制县试点发行政府债券置换隐性债务的机会，经过积极争取，成功通过全国竞争性评审，成为许昌唯一一个建制县（区）入选申报试点。
浙江	温州市	鹿城区	2020/12/31	积极申报并成功入选建制县化解隐性债务风险试点，获批再融资债券 35 亿元，额度位居全第二占总额五分之一以上。
安徽	马鞍山市	雨山区	2021/1/7	获批财政部全国建制县隐性债务风险化解试点。
湖南	株洲市	天元区	2021/1/11	12月28日，我区收到财政厅下达的《湖南财政厅关于开展2020年建制县隐性债务风险化解试点工作的通知》文件，天元区正式纳入财政部2020年建制县隐性债务风险化解试点范围，成功获得中央财政债券支持资金40亿元。
	张家界市	武陵源区	2021/1/12	获得国家建制县隐性债务化解试点政策支持。
	常德市	临澧县	2021/1/18	各类风险有效防控。严格管控公用经费，严禁违规举债搞建设，积极化解政府性债务，成功争取财政部建制县隐性债务风险化解试点。
	永州市	江永县	2021/1/21	全隐性债务化解任务完成率达到158.2%，新增政府债券95.23亿元。江永县纳入财政部隐性债务风险化解试点。
云南	玉溪市	红塔区	2021/1/14	经积极向上争取，红塔区、澄江被财政部列为债务化解建制县
	玉溪市	澄江市	2021/1/14	经积极向上争取，红塔区、澄江被财政部列为债务化解建制县
	楚雄彝族自治州	南华县	2021/1/15	全县防范化解政府性债务风险取得显著成效，完善了政府性债务管理办法，严格政府性债务风险防控，通过综合统计划、盘活闲置资产等方式，多渠道、多方式筹措资金化解债务，并成功争取成为2020年建制县隐性债务风险化解试点县。
	临沧市	耿马傣族佤族自治县	2021/1/15	不断完善风险防控机制，被列为全唯一一家建制县地方政府债务风险化解试点县，争取到试点县置换债券资金14亿元。
	商洛市	商州区	2021/1/21	推进“财政云”集中应用，积极防范政府债务风险，被财政部列入全国建制县（区）债务风险化解试点县区。

资料来源：中债登，中金公司研究部

图表 8：2019 年建制县试点置换隐性债务的情况

省	市/州	县/市	化债资金	省	市/州	县/市	化债资金
甘肃	定西市	临洮县	11	辽宁	鞍山市	海城市	-
贵州	黔东南州	凯里市	46		鞍山市	台安县	21
	黔东南州	从江县	17		丹东市	东港市	18
	黔南州	独山县	62		丹东市	凤城市	16
	黔南州	惠水县	35		盘锦市	盘山县	18
	铜仁市	松桃先	22		沈阳市	法库县	19
湖南	郴州市	汝城县	28		沈阳市	新民市	14
	衡阳市	衡阳县	79		铁岭市	开原市	18
	衡阳市	来阳县			营口市	大石桥市	40
	湘潭市	湘乡市	45	内蒙古	阿拉善盟	阿拉善左旗	-
	湘潭市	湘潭县	42		包头市	土默特右旗	31
	湘西州	吉首市	29		赤峰市	克什克腾旗	29
	长沙市	宁乡市	42		鄂尔多斯是	伊金霍洛旗	32
	株洲市	攸县	40		呼和浩特市	土默特左旗	-
云南	楚雄州	楚雄市	41		通辽市	霍林郭勒旗	32
	大理州	大理市	31		锡林郭勒盟	锡林浩特市	45
	文山州	文山市	46		兴安盟	乌兰浩特市	26

资料来源：中债登，地方政府工作报告，中金公司研究部

三、计划外再融资债的发行情况和发行展望

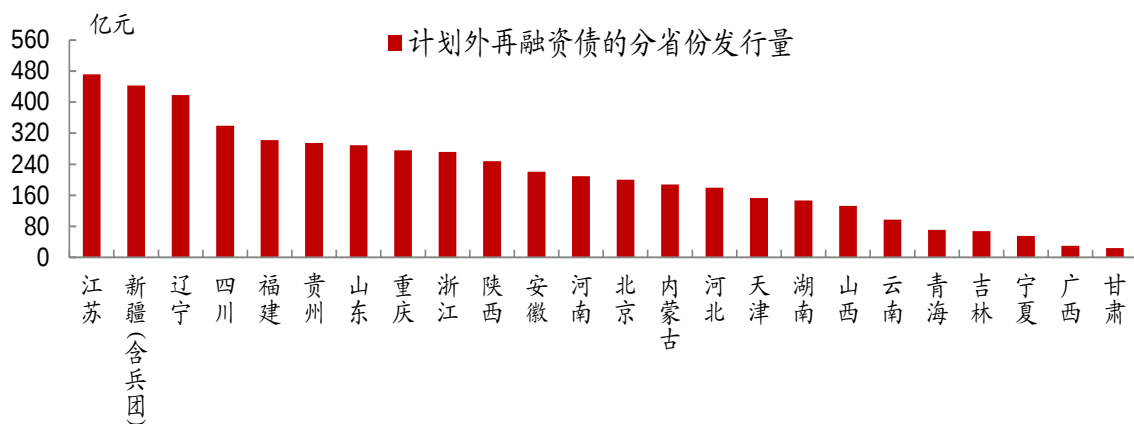
1. 发行规模和分省发行情况

从发行规模来看，2020 年 12 月至 2021 年 2 月末，计划外再融资债（资金用途为偿还政府存量债务）的发行量合计为 5129 亿元。具体来看，12 月共发行 1256 亿再融资债，其中 949 亿为计划外再融资债；1 月发行 3623 亿元地方债（一般债 2128 亿元，专项债 1496 亿元），全部为计划外再融资债；2 月累计发行 571 亿地方债，全部为计划外再融资债。

分区域来看，自去年 12 月至今年 2 月末，24 个省市发行了计划外再融资债，分别为江苏、辽宁、四川、福建、贵州、山东、重庆、浙江、陕西、安徽、河南、北京、内蒙古、河北、天津、湖南、山西、云南、新疆、青海、吉林、宁夏、广西、甘肃 24 个省。其中规模超过 400 亿元的有 3 个省/自治区，分别为江苏 472 亿元、新疆（含生产建设兵团）443 亿元、辽宁 418 亿元，此外四川和福建的发行规模在 300 亿元以上，贵州、山东、重庆和浙江的发行量在 250 亿元以上；多数经济落后省份的计划外再融资债发行量较小，例如青海、吉林、宁夏和甘肃的发行量均在 75 亿以下。截至 2 月末，广东、湖北、上海、西藏、黑龙江、海南、江西 7 个省份尚未发行计划外再融资债。

2020 年全年来看，部分省份的再融资债发行量首次超越到期量。整体来看，2020 年再融资债占到期量的比例达近三年新高，反映地方财政压力较大。2020 年全年再融资债累计发行 18913 亿元，其中传统的再融资债（用于偿还到期债券）累计发行 17964 亿元，计划外再融资债（用于偿还存量债务）累计发行 949 亿元，2020 年地方债的到期量为 20757 亿元，接续比例高达 91.2%，明显高于 2018 年和 2019 年的水平，反映地方政府财政压力明显。分省份来看，由于 12 月份这批计划外再融资债的发行，导致部分省份 2020 年全年的再融资债发行量首次超越到期量，例如天津、贵州、山西、山东、宁夏、河北的再融资债发行量分别超出到期量 151 亿元、125 亿元、85 亿元、57 亿元、42 亿元和 5 亿元，西藏和黑龙江的再融资债发行量与到期量持平，其他省份的发行量均小于到期量。

图表 9：12 月以来再融资债的分省发行情况



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 10：2020 年各省“再融资债发行-到期”与“2019 年地方政府债务限额-余额”对比

	2020 年再融资债发行与到期规模 (亿元)			计划外再融资债发行 量 (亿元)	2019 年地方政府债务 (亿元)		
	发行额	到期额	发行-到期		限额-余额	限额	余额
天津	547	396	151	153	333	5292	4959
贵州	1333	1208	125	131	520	10193	9673
山西	395	310	85	133	287	3799	3512
山东	1090	1033	57	94	1180	14308	13128
宁夏	160	118	42	55	208	1867	1659
河北	732	727	5	180	1454	10208	8754
西藏	19	19	0	0	72	326	254
黑龙江	417	417	0	0	191	4940	4749
吉林	489	499	-10	0	466	4811	4345
甘肃	291	302	-11	24	290	3407	3117
辽宁	1143	1157	-14	0	950	9835	8885
青海	147	163	-16	0	183	2285	2102
重庆	495	512	-17	0	445	6049	5604
安徽	657	674	-17	0	977	8913	7936
海南	148	167	-19	0	195	2426	2231
内蒙古	773	794	-21	0	457	7764	7307
广西	518	556	-38	30	538	6866	6328
浙江	960	1034	-74	0	857	13166	12309
江西	417	494	-77	0	925	6276	5351
新疆	343	422	-79	0	425	5386	4961
湖北	805	894	-89	0	376	8416	8040
湖南	813	913	-100	0	54	10229	10175
河南	675	821	-146	0	1819	9729	7910
陕西	501	650	-149	0	642	7228	6586
四川	1227	1379	-152	0	1154	11731	10577
上海	423	575	-152	0	2855	8577	5722
云南	541	730	-189	0	1241	9341	8100
江苏	1605	1805	-200	150	1647	16525	14878
广东	533	742	-209	0	2249	14198	11949
北京	336	588	-252	0	4155	9119	4964
福建	379	659	-280	0	765	7799	7034
合计	18913	20757	-1844	949	27914	241012	213098

资料来源：Wind、财政部，中金公司研究部

2. 发行展望：体量有限，主要集中在去年末和今年初发行

我们预计这批计划外再融资债的体量不大，主要集中在年末和年初发行，发行或已告一段落，后续地方债发行将以新增债和传统再融资债为主。参考 2019 年 7 个省份的置换债发行情况，体量总体较小，7 个省市合计仅发行 1639 亿元，平均规模为 234 亿元，其中规模最大的贵州也仅有 443 亿元。此外，这批计划外再融资债券用于置换存量隐性债务将直接增加地方政府债务余额（传统的再融资债偿还到期债券，则不会增加地方政府债务余额），因此其必然受到地方政府债务限额约束。考虑地方政府债务限额的空间，即限额和余额之间的差额，多个省份的未用限额空间已经较小，未来发行计划再融资债置换存量债务的空间较为有限。从实际发行情况来看，1-2 月发行的地方债全部为计划外再融资债，但进入 3 月后，根据目前已披露的地方债发行计划，3 月 2 日发行的山东债，3 月 9 日即将发行的四川债、安徽债和内蒙古债，均是传统的再融资债，资金用途为“偿还到期的以前年度发行的政府债券本金”；加之两会即将召开，今年的新增地方债额度将很快下达，因此我们预计后续将主要发行新增债和传统再融资债，全年额度下达也意味着月度发行量将会抬升，计划外再融资债的发行或已告一段落，即使 3 月后续继续发行，我们预计发行量也很小，在 1000 亿元以内。

图表 11：3 月份已披露发行计划的地方债，均是传统的再融资债

交易代码	债券简称	发行起始日	计划发行规模(亿)	发行期限(年)	募集资金用途
2105044.IB	21山东债03	2021-03-02	25.56	5	此次发行的2021年山东省地方政府再融资一般债券(二期)拟发行总额为25.56亿元,全部为再融资债券。 募集资金拟用于偿还到期的以前年度发行的政府债券本金。
2105045.IB	21山东债04	2021-03-02	53.28	7	此次发行的2021年山东省地方政府再融资一般债券(三期)拟发行总额为53.28亿元,全部为再融资债券。 募集资金拟用于偿还到期的以前年度发行的政府债券本金。
2105046.IB	21山东债05	2021-03-02	91.78	10	此次发行的2021年山东省地方政府再融资一般债券(四期)拟发行总额为91.78亿元,全部为再融资债券。 募集资金拟用于偿还到期的以前年度发行的政府债券本金。
2105047.IB	21山东债06	2021-03-02	169.27	7	按此次发行的2021年山东省地方政府再融资专项债券(二期)拟发行总额为169.27亿元,全部为再融资债券。 募集资金拟用于偿还到期的以前年度发行的政府债券本金。
Z21030210.IB	21四川债03	2021-03-09	133.94	7	2021年四川省政府再融资一般债券(二期)资金主要用于偿还2016年四川省政府一般债券(二期)到期本金,2021年四川省政府再融资一般债券(三期)资金主要用于偿还2018年四川省政府一般债券(一期),2016年四川省政府定向承销发行的置换一般债券(二期)和2018年四川省政府定向承销置换一般债券(一期)到期本金,2021年四川省政府再融资专项债券(二期)资金主要用于偿还2016年四川省政府定向承销发行的置换专项债券(二期)和2018年四川省政府定向承销置换专项债券(一期)到期本金。
Z21030213.IB	21四川债04	2021-03-09	75.64	10	同上
Z21030216.IB	21四川债05	2021-03-09	72.12	10	同上
Z21030201.IB	21安徽债03	2021-03-09	142.73	10	在国务院批准的发债规模限额内,2021年安徽省政府再融资一般债券(二期)计划发行总额142.7295亿元,品种为记账式固定利率附息债券,全部为再融资债券,债券期限为10年期,本批债券资金纳入一般公共预算管理,募集的债券资金用于偿还2021年到期债券本金。
Z21030204.IB	21安徽债04	2021-03-09	62.83	10	同上
Z21030207.IB	21内蒙古债03	2021-03-09	175.46	3	2021年内蒙古自治区政府再融资一般债券(二期)发行金额为175.4613亿元,品种为记账式固定利率附息债券,按照财政部要求,债券资金纳入一般公共预算管理,募集资金全部偿还到期政府债券本金。

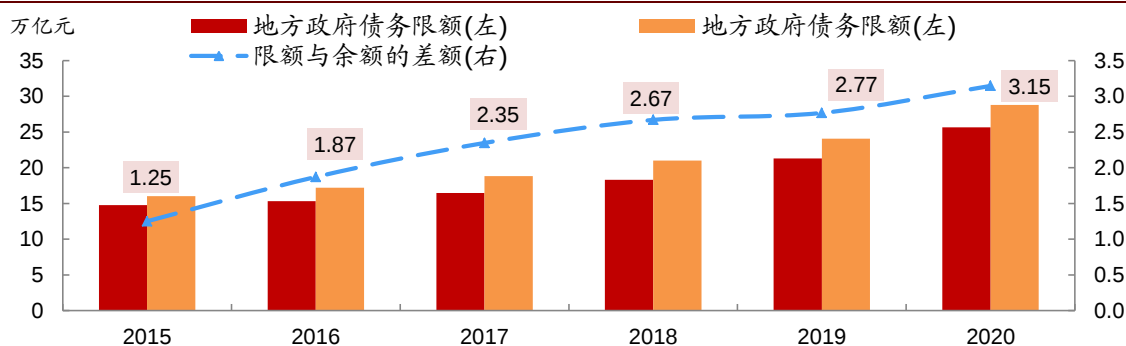
资料来源：Wind，中债登，中金公司研究部

3. 未来发行空间：限额-余额的空间或将决定理论上的发行上限

鉴于目前地方政府的债务压力较大，2020 年再融资发行量在到期量中的占比明显上升，我们预计未来可能延续上升的趋势。通过发行这种计划外再融资债，可缓解地方政府债务压力、规范化地方债隐性债务置换流程、防范尾部风险。如果后续地方政府债务压力上升，我们预计这种再融资债券有可能会重新发行。

那么如果未来这种再融资债券用来救急，理论上有多少空间？若我们测算一个未来可能的发行空间，可根据目前限额和余额之间的差额来估测一个理论上的发行上限。我国采取余额管理方式管理政府债券发行，即人大每年规定一个地方政府债务余额的限额，只要年末地方政府债务的余额不超过这个限额即可。因此人大对于地方政府债务的约束仅在于总量的层面。这意味着财政部可能可以决定限额在各类型债务（新增、置换、再融资）上的分配，只要各类型债务加总之后，年末的余额不突破当年限额即可。近几年政府债务限额和余额之间的差额均没有用来发行新增类债券，未来若面临救急需要，不排除“限额-余额”的空间用于发行再融资债来偿还存量债务的可能性，因此这部分空间决定这种再融资债理论上的发行上限。

图表 12：3 月份已披露发行计划的地方债，均是传统的再融资债



资料来源：Wind，中债登，中金公司研究部

根据财政部以及各地财政厅的数据，截至 2020 年末，全国的地方政府债务余额为 25.66 万亿，地方政府债务限额为 28.8 万亿，限额减余额的差额为 3.15 万亿，其中一般债务限额减余额的差额为 1.55 万亿，专项债务限额减余

额的差额为 1.60 万亿。这意味着未来计划外再融资债理论上的发行上限为 3.15 万亿，其中一般再融资债上限为 1.55 万亿，专项再融资债上限为 1.6 万亿。分省份来看，经济发达地区的债务“限额-余额”的空间较大，例如北京、上海、广东、江苏的债务限额与余额之差均位列前 5，其中北京的差额高达 4203 亿；此外河南、河北、辽宁、山东等地的空间也较大，限额与余额的差额均在 1300 亿以上。落后省份的债务“限额-余额”的空间较小，例如西藏、宁夏、青海、甘肃等省份的差额排名均在末位，其中西藏、宁夏和青海的空间分别仅有 79 亿、182 亿和 256 亿。但北京和上海等地的财政压力较小，未来用到这部分空间的可能性很小，经济发展水平中等或偏差、地方财政压力较大的地区（即表中排名中游的地区）则可能需要利用这部分空间来发债。

图表 13：3 月份已披露发行计划的地方债，均是传统的再融资债

省份	地方政府一般债务			地方政府专项债务			地方政府债务（合计）		
	一般债务限额	一般债务余额	一般债务限额-余额	专项债务限额	专项债务余额	专项债务限额-余额	债务限额	债务余额	债务限额-余额
北京	2987	2261	726	7279	3802	3477	10266	6064	4203
上海	4392	2999	1392	5332	3892	1439	9723	6892	2832
广东	7329	5789	1539	10178	9527	651	17506	15316	2190
河南	6015	4900	1115	5837	4923	914	11851	9822	2029
江苏	7901	6811	1090	11106	10417	689	19007	17228	1779
河北	6452	5595	857	5990	5421	569	12442	11016	1426
辽宁	7252	6533	719	3385	2729	657	10638	9262	1376
山东	7596	7055	541	10304	9537	767	17900	16592	1308
福建	3750	3211	538	5890	5127	762	9639	8339	1301
四川	6842	6328	514	7145	6415	730	13987	12743	1244
云南	6211	5463	748	4573	4129	444	10784	9592	1192
江西	3958	3387	570	4342	3762	580	8299	7149	1150
安徽	4435	3817	618	6256	5783	472	10691	9600	1091
陕西	4583	3984	599	3872	3449	424	8455	7433	1022
重庆	3086	2679	407	4456	4120	336	7542	6799	743
浙江	6957	6633	324	8423	8009	415	15380	14642	739
内蒙古	6533	6088	445	2421	2181	240	8954	8269	686
贵州	6579	6208	371	5079	4781	298	11658	10989	669
吉林	3447	3186	261	2335	2035	300	5782	5221	561
天津	1884	1706	178	4957	4662	295	6841	6368	473
新疆	3833	3564	268	2251	2070	181	6084	5635	449
湖北	4952	4662	290	5548	5416	132	10500	10079	422
山西	2656	-	-	2177	-	-	4833	-	-
甘肃	2198	2102	96	2154	1840	314	4352	3942	410
湖南	6738	6504	235	5423	5311	112	12161	11814	347
广西	4287	4115	172	3659	3500	159	7946	7615	332
青海	2090	1917	173	621	537	84	2711	2454	256
海南	1594	1494	100	1218	1130	88	2811	2624	188
宁夏	1476	1335	142	565	524	40	2041	1859	182
西藏	345	278	67	109	97	12	454	375	79

资料来源：Wind，中债登，中金公司研究部

四、2020 年地方债发行回顾与 2021 年发行展望

1. 2020 年地方债发行回顾

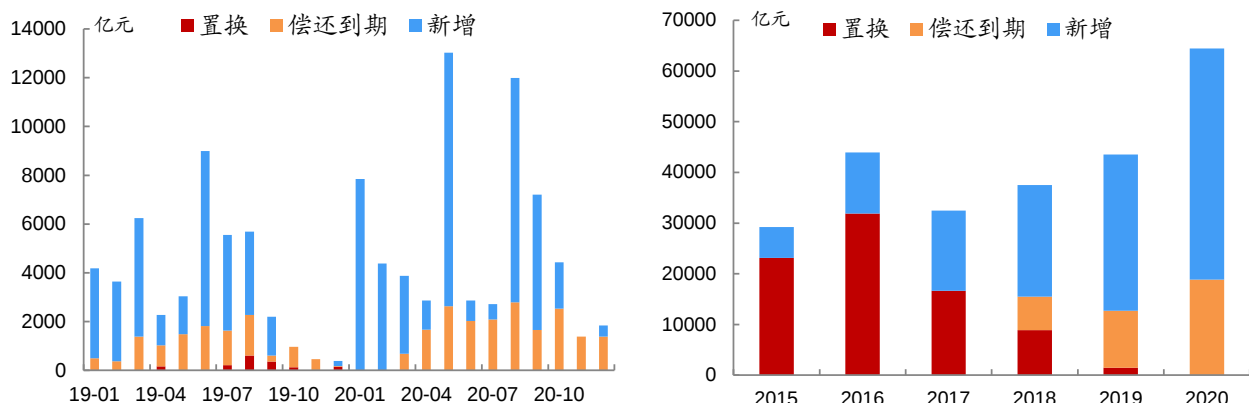
(1) 发行放量，月度波动较大，全年无置换债发行

2020 年新增专项债额度大增，地方债发行放量。2020 年新增债额度大增 1.68 万亿至 4.73 万亿，其中新增专项债额度增加 1.6 万亿至 3.75 万亿。2020 年地方债累计发行 6.34 万亿，较 2019 年大幅增加 1.98 万亿。分类来看，专项债合计发行 4.14 万亿元，占比 64.3%，一般债发行合计 2.30 万亿元，占比 35.7%

分资金用途来看，**2020 年新增债和再融资债发行均明显放量，但全年无置换债发行。**新增地方债发行 4.53 万亿，占比 70.6%，较 2019 年增加 1.47 万亿，增量主要来自新增专项债，较 2019 年大幅增加 1.43 万亿至 3.58 万亿，新增一般债发行规模小幅增加 415 亿至 9504 亿。再融资债累计发行 1.89 万亿元，占比 29.4%，但 2020 年全年无置换债发行。一方面非债券形式存量政府债务余额较小，截止 2019 年末，该余额仅剩 1915 亿。另一方面 2020 年利率债净增量明显上升，国债、政金债和新增地方债的发行量均明显上升，市场承接能力有限。

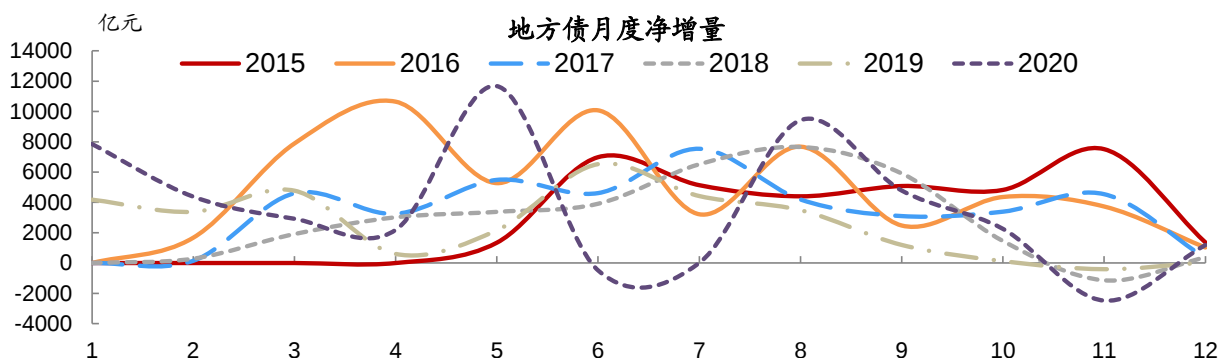
发行节奏上，2020 年地方债月度发行量波动较大，5/8/9 月为供给高峰。2020 年地方债发行高峰为 1、5、8、9 月，发行规模均超 7000 亿，月均发行规模超万亿，但 6-7 月为给特别国债发行腾挪市场空间，地方债发行规模降至 3000 亿元以下，发行量的月度波动较大。

图表 14：2020 年全年无置换债发行



资料来源：财政部，Wind，中金公司研究部。

图表 15：地方债净增节奏

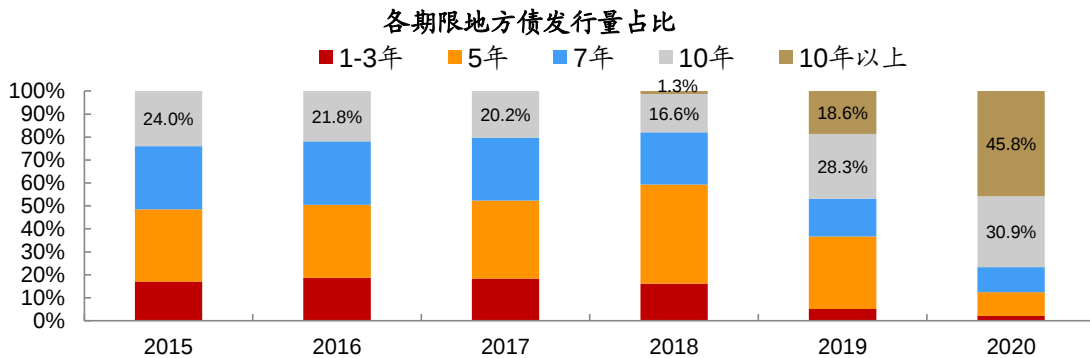


资料来源：中央结算公司，中金公司研究部

(2) 期限结构上：拉长久期，超长债占比大幅上升

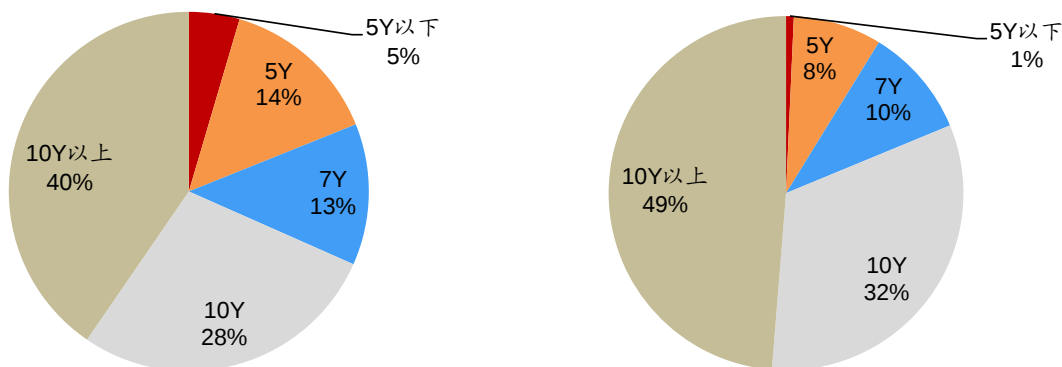
2020 年整体来看，地方债发行明显拉长久期。2-19 年发行的地方债中，15 年及以上的超长期地方债的占比由 18 年的 4.7% 上升至 11.1%，10 年及以上地方债占比由 18 年的 17.9% 上升至 46.8%；2020 年地方债的发行期限进一步延长，加权平均发行期限为 14.7 年，较 2019 年的 10.3 年延长 4.4 年。整体来看，2020 年发行的 15 年及以上的地方债发行量高达 2.95 万亿元，占比高达 45.8%，较 2019 年的 18.6% 高出 27 个百分点，远超历史水平。

图表 16：2020 年地方债发行明显拉长久期，15 年及以上的超长期占比接近一半



资料来源：Wind，中债登，中金公司研究部

图表 17：2020 年一般债 VS 专项债的期限结构



资料来源：Wind，中债登，中金公司研究部

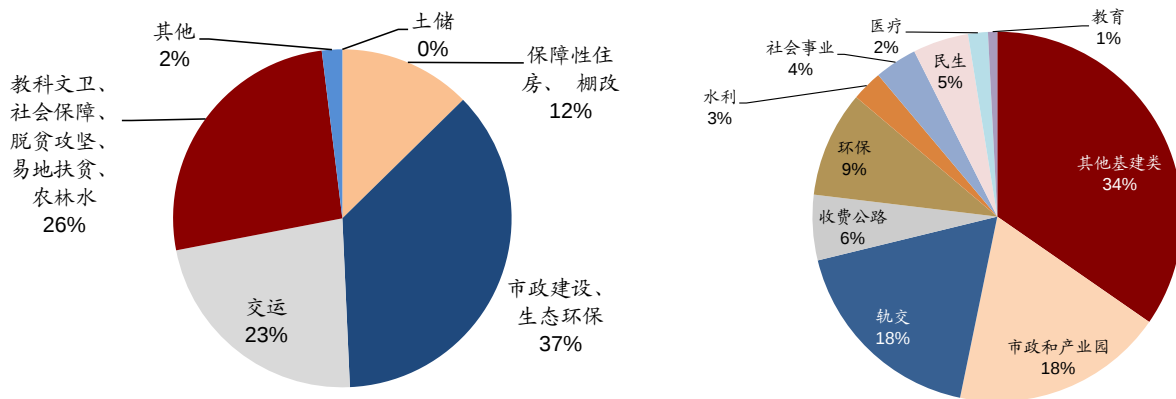
（3）资金投向：专项债投向基建的比例大幅提升，用作资本金的规模增加

从 2020 年专项债的资金投向来看，近 90% 新增专项债投向基建。2020 年新增专项债中投向基建类领域的比例高达 86%，较 2019 年大幅提升 54 个百分点，其中投向市政建设、生态环保项目的占比为 37%，投向交通运输项目的占比为 23%，去年这两项占比分别为 18% 和 13%。从绝对量来看，今年资金投向为基建项目的专项债金额高达 2.49 万亿元，较去年的 8477 亿元大幅增加。从月度分布来看，1-6 月未发行棚改债，以市政建设、生态环保、交运和民生为主，7 月后开始发行棚改债，但全年来看体量较小，棚改和旧改专项债的占比合计仅有 12%。此外全年未发行土储专项债。

专项债类型上，2020 年新设立了中小银行发展专项债和老旧小区改造专项债。截至 2020 年末，广东、浙江、山西、广西、内蒙古五个省发行了中小银行专项债，主要是通过金控平台间接入股或区可转股协议存款这两种方式注资，其中广东、山西、浙江采取间接入股模式，广西、内蒙古则采用可转股协议存款的方式。中小银行专项债注资均设置了退出条款。

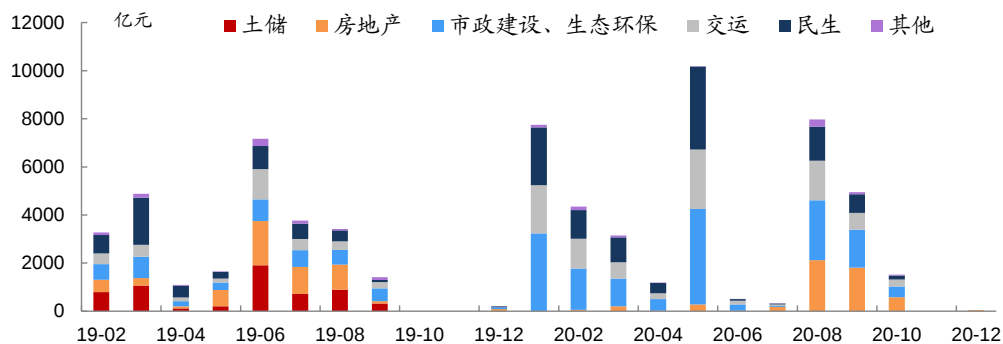
此外，专项债用作资本金规模有所增加。具体来看，2020 年共有 2840 亿专项债被用作项目资本金，约占新增专项债发行规模的 7.9%；区域上，共有 24 个省市将专项债用作资本金，其中广东、山东、云南等省份的专项债资本金规模较高。投向上，专项债作为资本金的领域扩大至交通基建、生态保护等，交通基建项目的专项债资本金规模最大，高达 1993 亿元，占专项债作为资本金的总规模的 70%。

图表 18：项目收益债类型（按资金投向划分）：2020（左）；2019（右）



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 19：2020 年专项债投向主要集中在基建



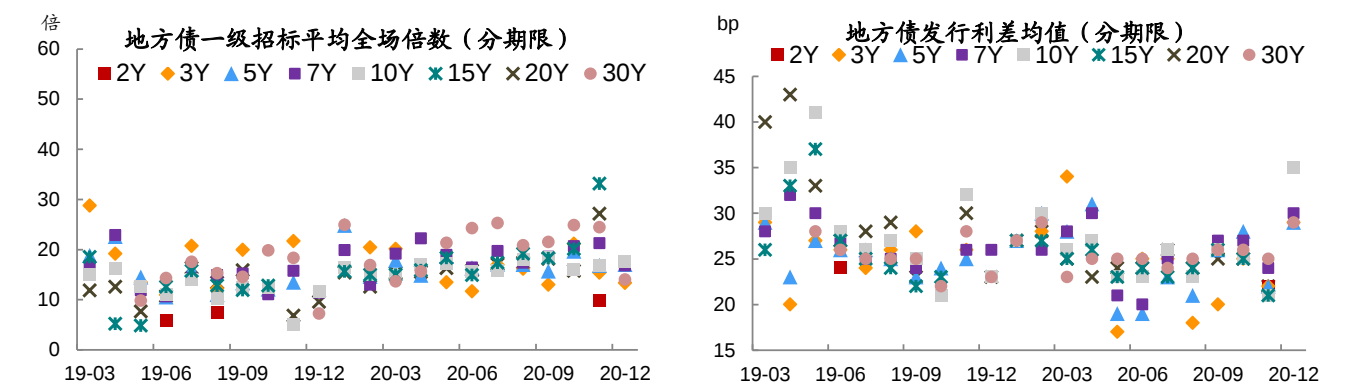
资料来源：Wind，中债登，中金公司研究部

（4）一级发行情况：发行利差基本维持在 20-35bp 之间，超长端和中长端需求最为旺盛

从一级市场发行情况来看，2020 年地方债平均发行利差基本维持在 20-35bp 之间，与 2019 年接近。具体来看，地方债平均发行利差与债券种类和发行期限都没有明显的相关性。分类型来看，一般债、专项债平均发行利差基本一致；分期限来看，各期限地方债平均发行利差均在 20-30bp 之间，差异较小，其中 2 年期平均发行利差为 22bp，略低于各期限平均发行利差均值；发行地区来看，各省市地方债平均发行利差基本维持在 25-35bp 之间，其中青海、内蒙、宁夏、新疆等落后省份的平均发行利差略高于均值。

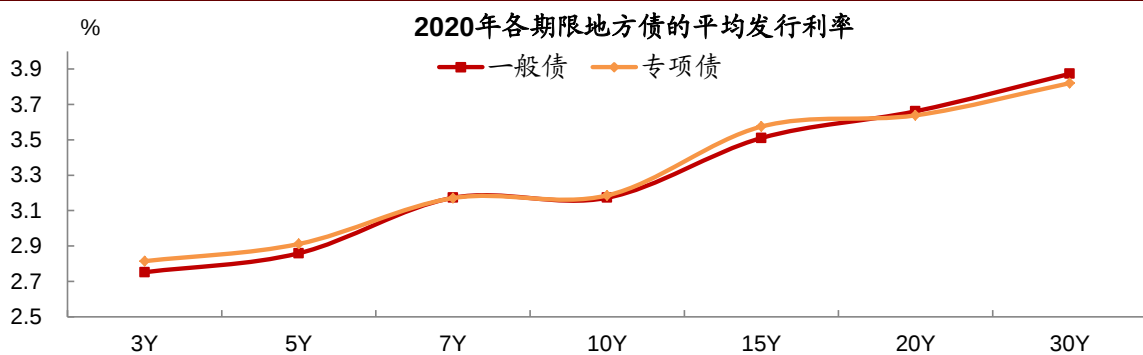
一级招标倍数方面，分期限来看，30Y 地方债需求最为旺盛，投标倍数高于其他期限，全年的平均投标倍数分别达到 20.6 倍，其次是 7Y、15Y 和 5Y，全年的平均投标倍数分别为 18.7 倍、18.4 倍和 17.5 倍，我们预计保险机构配置了较多 30Y 和 15Y 的地方债，银行配置了较多 3Y-7Y 的地方债。

图表 20：5Y 和 30Y 需求最为旺盛，投标倍数较高（左）



资料来源：Wind，财政部，中金公司研究部

图表 21：地方债发行利率



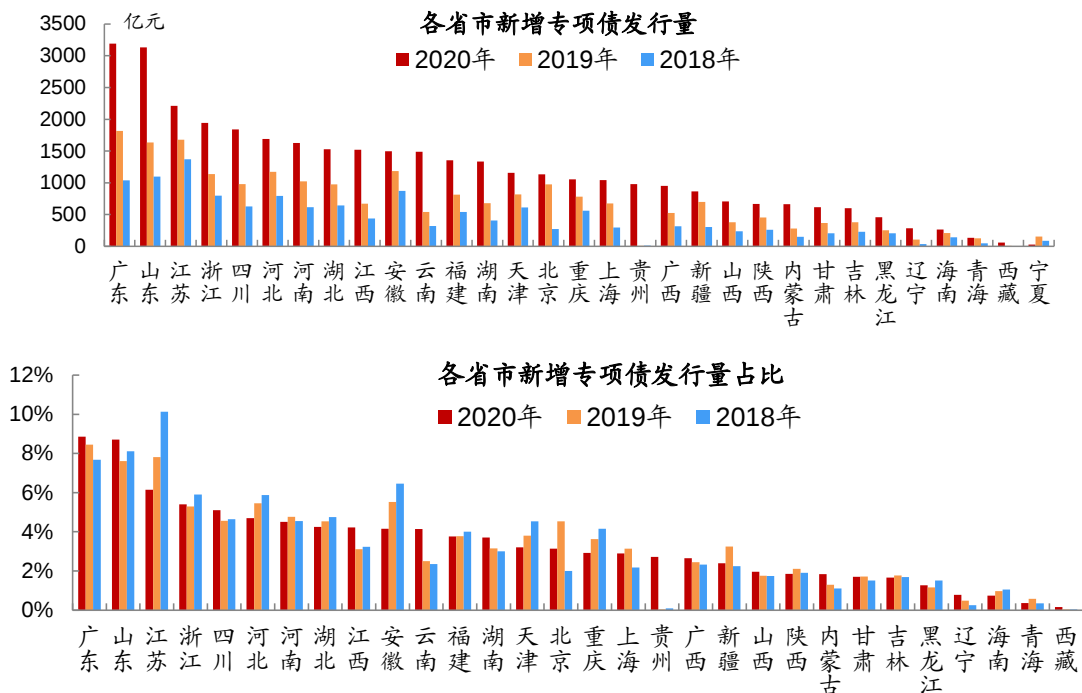
资料来源：Wind，财政部，中金公司研究部

（5）区域分布：额度仍主要集中在发达地区，但向欠发达地区有所倾斜

历史来看，新增专项债额度主要集中在东部发达省份。从近几年的历史数据来看，东部沿海省份的新增专项债发行量维持着较高水平，其中江苏、山东、广东的发行量连续 5 年排名前三，三个省份的发行量在全部发行量中的占比始终维持在 24%-31% 的高位水平。而落后地区例如东三省和西部地区的专项发行量则持续维持低位，例如宁夏、西藏、青海、东三省、海南、山西、内蒙古连续五年的专项债发行量都排名末位，这几个省份发行量的合计占比也维持在 9% 以下。从专项债发行量的年度增幅来看，东部多个省份例如山东、广东、浙江等省份每年保持着较高增幅，欠发达地区的增幅也较小，例如宁夏、西藏和青海近 5 年的增幅都在 80 亿元以下。东部地区内部来看，江苏省的新增专项债发行量占比逐年下降，而广东省则呈上升趋势。由于专项债的偿债来源是对应项目取得的政府性基金或专项收入，发达省份专项债额度较高也与当地可申报的配套项目较多有关。

2020 年新增专项债大头仍在发达省份，但对西南部省份有所倾斜。2020 年来看，山东、广东、江苏、浙江的新增专项债发行量位居前列，其中山东和广东的发行量均在 3000 亿元以上，江苏和浙江在 1800 亿元以上；宁夏、西藏、青海、海南、辽宁和黑龙江等省份的发行量排名末位，其中宁夏和西藏的发行量在 60 亿元以下。但值得关注的现象是，2020 年西南部地区的新增专项债发行额大幅提升，贵州、云南、四川等省份的专项债发行量大幅提升，较去年的增量均在 850 亿元以上，其中贵州的新增专项债发行量从去年的 7 亿元大幅提升至 979 亿元。从占比维度来看，2020 年贵州、云南、四川等省份的新增专项债发行量占比也出现了比较明显的上升。

图表 22：新增专项债的分省市发行额 & 占比

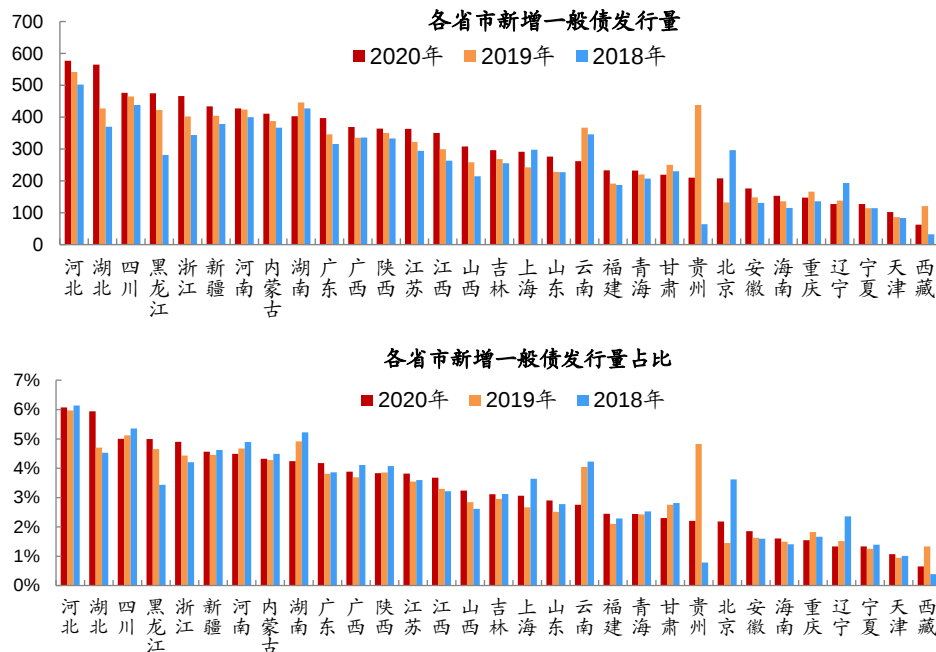


资料来源：财政部、中金公司研究部

一般地方债的区域分布较为均匀，发行额度向落后地区倾斜。从历史发行情况来看，相较新增专项债，新增一般债的发行额度没有向发达地区集中，而是在各区域呈较为均匀的分布。其中河北、四川、湖北、浙江、新疆和河南的新增一般债发行量均排名靠前，2019 年至 2020 年这几个省份的发行量均维持在 400 亿元以上。可以观察到，近两年一般债额度在向部分欠发达地区倾斜，今年发行量处于前 10 的省份有多个是经济落后省份，其中黑龙江、新疆、内蒙古分别排列第四、第六和第八，发行量均在 400 亿元以上，受疫情影响最大的湖北省发行量位居第二。从增量来看，黑龙江、湖北、新疆、江西、山西、吉林、海南等省份的新增一般债发行量连续两年上升。此外从占比维度来看，黑龙江、湖北、江西、山西等省份的新增一般债发行量占比连续两年上升。但西南部省份在新增专项债发行占比明显提升的情况下，新增一般债发行占比有所下降，其中贵州和云南的发行占比下降幅度较大。

区域分布上，我们预计 2021 年新增一般债额度可能会进一步向落后省份倾斜，避免省份之间贫富分化进一步加大。

图表 23: 新增一般债的分省市发行额 & 占比



资料来源：财政部、中金公司研究部

图表 24: 近几年新增地方债的分省市发行量 & 发行量增量

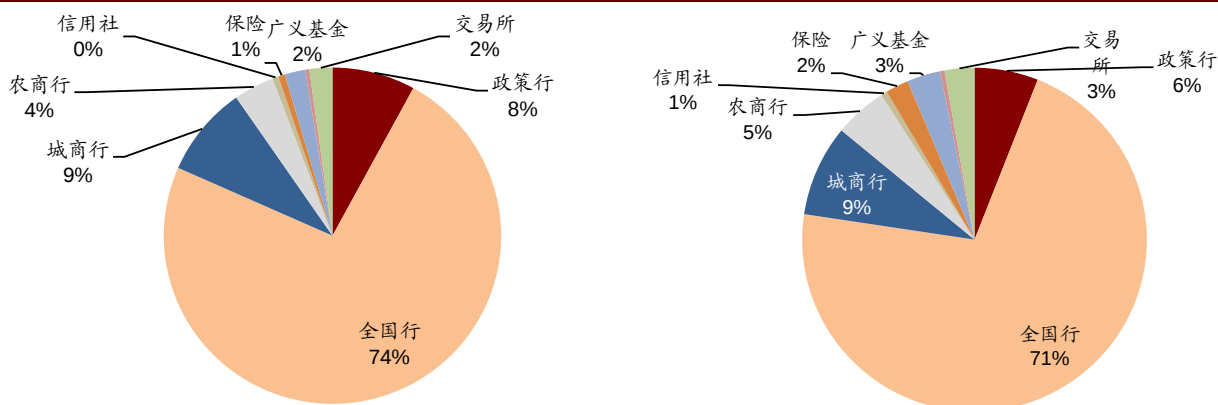
新增债发行量	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年	新增债发行量增量	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年
广东	3588	2161	1354	961	632	333	山东	1547	539	351	272	420
山东	3410	1863	1324	973	701	281	广东	1427	807	393	329	299
江苏	2576	2000	1664	1232	874	311	江西	903	268	188	160	128
浙江	2410	1538	1142	803	493	249	浙江	872	396	339	310	244
四川	2316	1445	1065	808	584	323	四川	871	380	257	224	261
河北	2268	1713	1297	735	537	235	云南	846	242	157	142	156
湖北	2095	1402	1012	741	556	260	贵州	744	369	6	12	2
河南	2053	1448	1015	762	543	290	湖北	693	390	271	185	296
江西	1871	968	700	512	352	224	湖南	614	289	211	138	332
云南	1752	906	664	507	365	209	河南	605	433	253	219	253
湖南	1737	1123	834	623	485	153	福建	583	275	145	165	219
安徽	1672	1334	1004	688	459	275	江苏	576	336	432	358	563
福建	1586	1003	728	583	418	199	河北	555	416	562	198	302
北京	1340	1107	566	525	522	172	广西	461	211	158	165	149
上海	1332	917	592	583	500	206	上海	415	325	9	83	294
广西	1322	861	650	492	327	178	内蒙古	407	151	122	107	89
天津	1258	904	696	507	364	93	山西	377	188	115	71	92
重庆	1201	946	697	529	406	162	天津	354	208	189	143	271
贵州	1189	445	76	70	58	56	安徽	338	330	316	229	184
内蒙古	1074	667	516	394	287	198	黑龙江	261	188	107	130	56
陕西	1032	803	591	444	341	220	重庆	255	249	168	123	244
山西	1014	637	449	334	263	171	吉林	247	165	111	85	105
黑龙江	934	673	485	378	248	192	北京	233	541	41	3	350
吉林	895	648	483	372	287	182	陕西	229	212	147	103	121
甘肃	833	618	434	326	236	159	甘肃	215	184	108	90	77
海南	418	346	257	194	184	63	辽宁	167	14	228	-109	2
辽宁	409	242	228	0	109	107	海南	72	89	63	10	121
青海	365	345	254	190	151	151	青海	20	91	64	39	0
宁夏	155	268	202	133	101	82	西藏	-7	91	-10	31	16
西藏	121	128	37	47	16	0	宁夏	-113	66	69	32	19
新疆	90	275	120	42	26	13	新疆	-185	155	78	16	13

资料来源：财政部、中金公司研究部。

（6）持有者结构：仍以商业银行为主，保险持仓占比提升

截至 2020 年末，从地方债的持有者结构来看，商业银行是仍担当地方债的持仓主力，持仓规模高达 15.5 万亿元，占比高达 86.2%，其中全国性商业银行占比 73.7%，城商行和农商行的持有占比分别为 8.7%和 3.9%。地方债的第二大持有主体是特殊结算成员，持有规模达到 1.68 万亿元，占比 7.9%。非银机构持有量仍较低，但保险和广义基金的持仓占比较 2019 年有所提升，其中保险机构的持仓占比提升较为明显，由 2019 年末的 0.64%提升至 2.16%，上升 1.51 个百分点，主要由于 2020 年的超长债发行量较大，保险承接了较多超长债。

图表 25：地方债持有者结构（2019 年末，左）；地方债持有者结构（2020 年末，右）



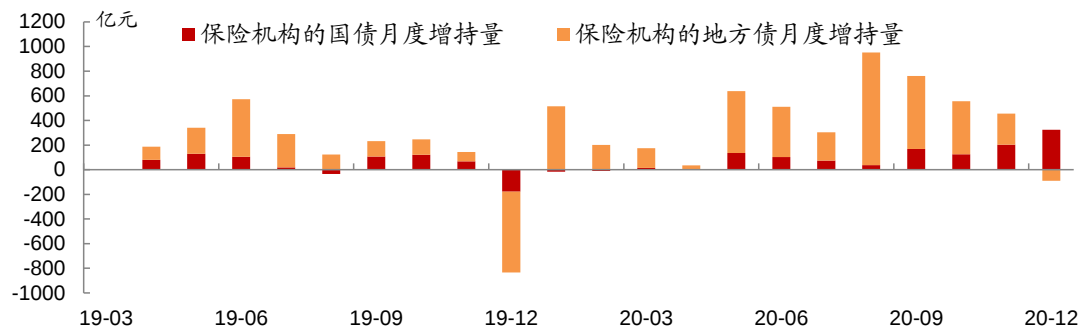
资料来源：Wind，中债登，中金公司研究部

2. 2021 年地方债发行展望：净增量与去年接近，但期限结构有望缩短

我们预计 2021 年地方债净增量与去年接近。具体估测上，从资金用途划分，我们可将地方债分为新增债、置换债和再融资债。新增一般债发行额度主要由地方预算赤字决定，假设 2021 年地方赤字规模为 1.05 亿，可大致认为新增一般债约为 1.05 亿。新增专项债方面，我们预计今年地方专项债可能不会比去年少太多，假设专项债新增额度在 3.6 万亿元左右。那么预计新增地方债整体额度约为 4.65 万亿附近。置换债方面，据财政部，截止 2020 年末非政府债券形式存量政府债务 1751 亿元。2020 年末发行置换债，剩余部分可能在今年发行，那么今年置换债发行量可能在 0-1751 亿元之间。偿还到期债方面，近三年再融资债发行量约占到年度到期量的 79%-86%，2021 年地方债到期量为 2.67 万亿元，较 2020 年高出 5900 亿元。考虑到今年额外安排了计划外再融资债，今年到期续发的比例可能更高，如果按照 90%的比例，2021 年再融资债发行量可能会达到 2.4 万亿元左右。按照上述分析，可大体估算 2021 年地方债的整体发行量，新增类债券 46500+置换债 1751+再融资债 24000=发行总量 7.2 万亿。扣除到期的 2.67 万亿，净增量在 4.5 万亿左右，与 2020 年接近。

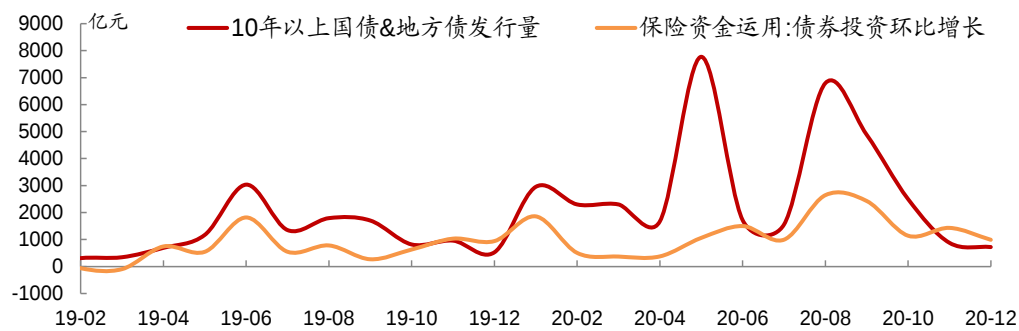
我们预计 2021 年地方债期限结构将明显优化，超长债供给将有所回落。2020 年地方债发行明显拉长久期。2020 年 11 月 11 日财政部发布《财政部进一步做好地方政府债券发行工作的意见》，指出“年度新增一般债券平均发行期限应当控制在 10 年以下（含 10 年），10 年以上（不含 10 年）新增一般债券发行规模应当控制在当年新增一般债券发行总额的 30%以下（含 30%），再融资一般债券期限应当控制在 10 年以下（含 10 年）”，“地方财政部门应当保障专项债券期限与项目期限相匹配。新增专项债券到期后原则上由地方政府安排政府性基金收入、专项收入偿还，债券与项目期限不匹配的允许在同一项目周期内接续发行”，这意味着一般债和专项债的期限结构都将有所缩短。2020 年超长地方债整体处于供需失衡的状态。尽管保险机构明显加大了对政府债券的配置力度，但超长债整体仍然供大于求。2020 年 15 年及以上的国债&地方债累计发行 3.6 万亿元，其中超长地方债 2.95 万亿元，而超长债主要由保险机构承接。2021 年地方债发行期限将缩短，超长端利率债的供给会有明显减少，而非标压降仍在延续，因此一旦保险机构保费收入恢复至疫情前水平，加上非标资产供给减少，保险机构对长久期资产的追逐会更为激烈。超长端利率债的供需关系相较 2020 年将明显改善。

图表 26：2020 年以来保险机构明显加大了对地方债的配置力度



资料来源：Wind，中债登，中金公司研究部

图表 27：优化地方债期限结构，有助改善超长债的供需关系



资料来源：Wind，中债登，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908

编辑：张莹

中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

